

2024年04月30日
天润乳业(600419.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

乳制品

主动调整短期承压, 修炼内功静待改善

事件:

24Q1 实现营收 6.41 亿元, 同比+1.47%, 实现归母净利润 454.35 万元, 同比-91.74%, 实现扣非归母净利润 2267.82 万元, 同比-53.64%。

营收持续增长, 疆外韧性仍存:

24Q1 公司营收同比+1.47%, 当前乳制品市场价格竞争激烈, 公司依然实现正增长, 预计其中春节备货及新农并表均有一定带动。拆分品项来看, 常温产品实现营收 3.63 亿元, 同比+2.60%, 低温产品实现营收 2.40 亿元, 同比-2.27%, 预计主因春节礼赠需求带动常温白奶放量。拆分量价来看, Q1 量增 0.63%, 价增 0.84%, 预计结构升级依然带动均价提升。分区域看, 疆内实现营收 3.71 亿元, 同比-0.75%, 学生奶业务产生一定拖累, 疆外实现营收 2.67 亿元, 同比+4.23%, Q1 经销商数量+28 至 570 家, 疆外市场拓张韧性仍存。

主动调整短期承压, 有望充分受益下一轮原奶周期上行:

24Q1 公司归母净利润同比-91.74%, 扣非归母净利率同比-53.64%, 其中牛只处置产生亏损 2688 万元, 当前原奶价格持续下行, 市场需求疲软且奶源供给过剩双重挤压, 市场价格战日益激烈, 公司主动调整, 加快牛只淘汰进度, 优化牛群结构。其次, 预计新农所带来的利息、溢价摊销, 以及原奶自给率提升在奶价下行阶段所带来的亏损仍将持续一定时间。但公司当前 90% 以上自给率, 在下一轮奶价上行阶段有望充分受益, 利润弹性有望重新释放。

持续修炼内功, 静待未来改善:

在当前市场竞争环境下, 公司一方面拓展市场布局, 另一方面持续修炼内功。产品方面, Q1 天润主品牌丰富酸奶风味产品体系, 佳丽推出 A2 β -酪蛋白牛奶, 新农推出沙漠有机、成人奶粉等, 均不断丰富产品体系, 满足消费者细分需求。渠道及品宣方面, 公司持续以新疆特色为营销重点, 除持续拓展专卖店等特色渠道, 奶啤也进驻东方甄选、与辉同行等直播间。山东齐源工厂投产后, 持续提升终端铺货率, 重点打造核心样板市场。新疆天润科技年产 20 万吨乳制品加工项目持续有序开展。公司在产品研发、渠道拓展、后备产能建设方面的持续发力, 均奠定长期成长潜力, 未来在奶价上行阶段有望重新迎来亮眼成长。

投资建议:

我们预计公司 2024-2026 年营收增速分别为 11.9%、10.4%、9.5%, 净利润增速分别为 16.2%、50.8%、23.3%, 考虑到当前奶价下行阶段, 公司短期利润受奶价及牛只亏损影响较大, 且新农对公司利润产生一定拖累, 但考虑到未来奶价上行阶段, 公司有望充分受益于高原奶自

投资评级

买入-A**维持评级**

6 个月目标价

11.34 元

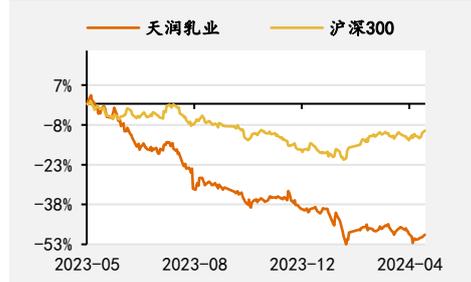
股价 (2024-04-29)

9.85 元

交易数据

| | |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元) | 3,153.87 |
| 流通市值(百万元) | 3,153.87 |
| 总股本(百万股) | 320.19 |
| 流通股本(百万股) | 320.19 |
| 12 个月价格区间 | 9.14/20.26 元 |

股价表现



资料来源: Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|------|-------|-------|
| 相对收益 | -4.7 | -19.3 | -39.5 |
| 绝对收益 | -2.3 | -9.6 | -49.6 |

赵国防

分析师

SAC 执业证书编号: S1450521120008

zhaogf1@essence.com.cn

王玲瑶

分析师

SAC 执业证书编号: S1450523070003

wangly1@essence.com.cn

相关报告

| | |
|-------------------------------------|------------|
| 疆外拓展趋势延续, 并表拖累 | 2024-04-16 |
| 累短期业绩 | |
| 收购新农业绩承压, 疆外扩张持续进行 | 2023-10-25 |
| 天润乳业(600419.SH): 短期业绩相对承压, 不改长期发展趋势 | 2023-08-26 |

给率带来的成本红利，利润弹性有望充分释放。给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 11.34 元，对应 2024 年 22x PE。

风险提示：原奶价格长期下行、牛只价格进一步下降、市场竞争加剧。

业绩持续超预期，收购新农 2023-04-21
全力做大做强
Q4 经营短期承压，疆外扩张 2023-03-31
持续进行中

| (百万元) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营业务收入 | 2,409.8 | 2,714.0 | 3,035.6 | 3,349.8 | 3,666.5 |
| 净利润 | 196.6 | 142.0 | 165.0 | 248.7 | 306.7 |
| 每股收益(元) | 0.61 | 0.44 | 0.52 | 0.78 | 0.96 |
| 每股净资产(元) | 7.21 | 7.47 | 8.07 | 8.72 | 9.56 |

| 盈利和估值 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 16.0 | 22.2 | 19.1 | 12.7 | 10.3 |
| 市净率(倍) | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 1.1 | 1.0 |
| 净利率 | 8.2% | 5.2% | 5.4% | 7.4% | 8.4% |
| 净资产收益率 | 8.5% | 5.9% | 6.4% | 8.9% | 10.0% |
| 股息收益率 | 1.9% | 0.0% | 1.0% | 1.3% | 1.2% |
| ROIC | 13.4% | 10.4% | 5.9% | 8.3% | 10.6% |

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| (百万元) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 营业收入 | 2,409.8 | 2,714.0 | 3,035.6 | 3,349.8 | 3,666.5 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 1,978.7 | 2,195.2 | 2,444.5 | 2,678.0 | 2,906.9 | 营业收入增长率 | 14.2% | 12.6% | 11.8% | 10.4% | 9.5% |
| 营业税费 | 12.6 | 13.2 | 15.1 | 16.8 | 18.1 | 营业利润增长率 | 24.8% | 5.5% | -16.2% | 44.4% | 21.5% |
| 销售费用 | 124.6 | 146.7 | 175.2 | 197.0 | 219.6 | 净利润增长率 | 31.3% | -27.7% | 16.2% | 50.8% | 23.3% |
| 管理费用 | 80.8 | 96.9 | 103.2 | 110.5 | 119.2 | EBITDA 增长率 | 19.0% | 34.7% | -24.0% | 26.5% | 14.0% |
| 研发费用 | 10.3 | 24.8 | 22.8 | 23.4 | 25.7 | EBIT 增长率 | 21.0% | 32.4% | -23.2% | 42.8% | 20.0% |
| 财务费用 | -5.0 | 18.3 | 15.0 | 18.0 | 17.0 | NOPLAT 增长率 | 30.8% | 0.6% | -6.9% | 42.8% | 20.0% |
| 资产减值损失 | -13.3 | -49.3 | 55.0 | 10.0 | - | 投资资本增长率 | 30.2% | 62.4% | 2.7% | -6.8% | -2.8% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 净资产增长率 | 10.3% | 4.5% | 7.4% | 7.4% | 8.9% |
| 投资和汇兑收益 | 0.8 | 0.7 | 0.5 | 0.7 | 0.6 | | | | | | |
| 营业利润 | 232.3 | 245.1 | 205.5 | 296.8 | 360.6 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | -16.9 | -72.0 | -17.3 | -17.3 | -17.3 | 毛利率 | 17.9% | 19.1% | 19.5% | 20.1% | 20.7% |
| 利润总额 | 215.4 | 173.0 | 188.2 | 279.4 | 343.4 | 营业利润率 | 9.6% | 9.0% | 6.8% | 8.9% | 9.8% |
| 减:所得税 | 14.6 | 33.0 | 18.8 | 27.9 | 34.3 | 净利润率 | 8.2% | 5.2% | 5.4% | 7.4% | 8.4% |
| 净利润 | 196.6 | 142.0 | 165.0 | 248.7 | 306.7 | EBITDA/营业收入 | 14.4% | 17.2% | 11.7% | 13.4% | 14.0% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 9.0% | 10.6% | 7.3% | 9.4% | 10.3% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| (百万元) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 固定资产周转天数 | 285 | 356 | 394 | 343 | 301 |
| 货币资金 | 704.3 | 510.8 | 242.8 | 268.0 | 293.3 | 流动营业资本周转天数 | -14 | -12 | -13 | -10 | -9 |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 流动资产周转天数 | 207 | 193 | 138 | 123 | 126 |
| 应收帐款 | 111.9 | 164.2 | 107.0 | 194.2 | 149.3 | 应收帐款周转天数 | 14 | 18 | 16 | 16 | 17 |
| 应收票据 | - | - | - | - | - | 存货周转天数 | 67 | 87 | 70 | 74 | 76 |
| 预付帐款 | 31.4 | 21.2 | 27.3 | 31.8 | 32.0 | 总资产周转天数 | 553 | 639 | 619 | 544 | 498 |
| 存货 | 501.6 | 811.8 | 363.8 | 1,006.8 | 534.9 | 投资资本周转天数 | 272 | 358 | 402 | 356 | 310 |
| 其他流动资产 | 10.2 | 47.8 | 25.0 | 27.7 | 33.5 | | | | | | |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | 投资回报率 | | | | | |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROE | 8.5% | 5.9% | 6.4% | 8.9% | 10.0% |
| 长期股权投资 | 3.5 | 19.4 | 19.4 | 19.4 | 19.4 | ROA | 5.1% | 2.5% | 3.6% | 4.7% | 6.5% |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - | ROIC | 13.4% | 10.4% | 5.9% | 8.3% | 10.6% |
| 固定资产 | 1,983.4 | 3,390.4 | 3,259.6 | 3,128.7 | 2,997.9 | 费用率 | | | | | |
| 在建工程 | 389.3 | 509.9 | 509.9 | 509.9 | 509.9 | 销售费用率 | 5.2% | 5.4% | 5.8% | 5.9% | 6.0% |
| 无形资产 | 42.4 | 62.2 | 58.2 | 54.1 | 50.1 | 管理费用率 | 3.4% | 3.6% | 3.4% | 3.3% | 3.3% |
| 其他非流动资产 | 155.5 | 162.4 | 128.7 | 147.4 | 143.3 | 研发费用率 | 0.4% | 0.9% | 0.8% | 0.7% | 0.7% |
| 资产总额 | 3,933.5 | 5,700.2 | 4,741.7 | 5,388.0 | 4,763.5 | 财务费用率 | -0.2% | 0.7% | 0.5% | 0.5% | 0.5% |
| 短期债务 | 269.2 | 475.7 | 450.4 | 485.3 | 157.8 | 四费/营业收入 | 8.7% | 10.6% | 10.4% | 10.4% | 10.4% |
| 应付帐款 | 519.6 | 1,060.6 | 440.7 | 1,233.9 | 664.6 | 偿债能力 | | | | | |
| 应付票据 | - | - | - | - | - | 资产负债率 | 35.5% | 53.5% | 39.9% | 43.2% | 30.1% |
| 其他流动负债 | 264.4 | 188.4 | 194.6 | 215.8 | 199.6 | 负债权益比 | 54.9% | 114.9% | 66.4% | 76.1% | 43.0% |
| 长期借款 | - | 842.4 | 449.0 | - | - | 流动比率 | 1.29 | 0.90 | 0.71 | 0.79 | 1.02 |
| 其他非流动负债 | 341.5 | 480.3 | 356.7 | 392.8 | 409.9 | 速动比率 | 0.81 | 0.43 | 0.37 | 0.27 | 0.50 |
| 负债总额 | 1,394.8 | 3,047.3 | 1,891.4 | 2,327.8 | 1,431.9 | 利息保障倍数 | -43.14 | 15.73 | 14.70 | 17.49 | 22.21 |
| 少数股东权益 | 229.7 | 262.0 | 266.2 | 268.9 | 271.2 | 分红指标 | | | | | |
| 股本 | 320.2 | 320.2 | 320.2 | 320.2 | 320.2 | DPS(元) | 0.18 | - | 0.10 | 0.13 | 0.12 |
| 留存收益 | 2,050.1 | 2,132.0 | 2,263.9 | 2,471.1 | 2,740.2 | 分红比率 | 30.0% | 0.0% | 20.1% | 16.7% | 12.2% |
| 股东权益 | 2,538.7 | 2,652.9 | 2,850.2 | 3,060.2 | 3,331.6 | 股息收益率 | 1.9% | 0.0% | 1.0% | 1.3% | 1.2% |

现金流量表

| (百万元) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 业绩和估值指标 | | | | | |
|-------------------|--------|----------|--------|--------|--------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 净利润 | 200.8 | 140.1 | 165.0 | 248.7 | 306.7 | EPS(元) | 0.61 | 0.44 | 0.52 | 0.78 | 0.96 |
| 加:折旧和摊销 | 131.6 | 181.8 | 134.9 | 134.9 | 134.9 | BVPS(元) | 7.21 | 7.47 | 8.07 | 8.72 | 9.56 |
| 资产减值准备 | 13.3 | 49.3 | - | - | - | PE(X) | 16.0 | 22.2 | 19.1 | 12.7 | 10.3 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | PB(X) | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 1.1 | 1.0 |
| 财务费用 | 13.6 | 32.0 | 15.0 | 18.0 | 17.0 | P/FCF | -21.3 | -19.9 | -9.4 | 38.2 | 55.9 |
| 投资收益 | -0.8 | -0.7 | -0.5 | -0.7 | -0.6 | P/S | 1.3 | 1.2 | 1.0 | 0.9 | 0.9 |
| 少数股东损益 | 4.2 | -1.9 | 4.4 | 2.8 | 2.4 | EV/EBITDA | 13.7 | 10.1 | 11.3 | 7.9 | 6.3 |
| 营运资金的变动 | -47.9 | -61.5 | -193.8 | 78.9 | -39.0 | CAGR(%) | 7.8% | 30.2% | 1.7% | 7.8% | 30.2% |
| 经营活动产生现金流量 | 301.0 | 344.3 | 124.9 | 482.6 | 421.2 | PEG | 2.1 | 0.7 | 11.2 | 1.6 | 0.3 |
| 投资活动产生现金流量 | -642.9 | -1,068.8 | 0.5 | 0.7 | 0.6 | ROIC/WACC | 1.5 | 1.2 | 0.7 | 0.9 | 1.2 |
| 融资活动产生现金流量 | 145.6 | 530.9 | -393.4 | -458.1 | -396.6 | REP | 1.5 | 1.2 | 1.7 | 1.2 | 0.9 |

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034